

学校编码 : 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号 : 200342055

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

内外均衡视角下中国
利率政策与汇率政策的协调研究

A Study on Coordination of China's Interest Rate Policy with
Exchange Rate Policy in the view of Internal and
External Equilibrium

王 俊 芳

指导教师姓名: 朱孟楠 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2006 年 4 月

论文答辩时间: 2006 年 5 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其他指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非营利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适应本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

内容摘要

本文以利率政策与汇率政策的协调配合为明线,以开放经济条件下内外均衡的实现为暗线,从西方内外均衡理论与主要汇率理论的分析中探寻利率与汇率的关系以便求得二者协调,在从正反两方面对有关国家利率、汇率市场化改革与资本项目开放的关系进行比较借鉴的基础上,针对我国宏观经济的实际情况,寻求我国利率政策与汇率政策协调配合的最佳答案。

基于以上目的,本文设定如下研究框架:

本文第一章是关于经济内外均衡的概念界定和理论综述。首先对有关经济内外均衡关系的国内外研究进行了简要回顾,指出开放经济下内外均衡是各国宏观经济运行的最佳状态,并借鉴米德的政策搭配理论论证了内外均衡的实现要求汇率政策与支出政策的配合,进而运用蒙代尔—弗莱明模型说明利率政策与汇率政策的协调是内外均衡的必要条件,同时阐明利率是内部均衡的基础,汇率是外部均衡的关键,利率政策和汇率政策的协调有助于内外均衡的实现。

利率、汇率政策协调配合要求了解利率与汇率之间究竟存在何种作用或机制,第二章研究了这一问题。本章从西方主要汇率决定理论入手,通过对利率平价说、购买力平价说、资产市场模型、货币主义的汇率理论等模型中利率与汇率关系的研究,从中抽象引出利率汇率相互作用机制的一般分析,并总结了影响利率—汇率传导机制的主要因素,分析了不同汇率制度下利率—汇率传导机制的作用原理。

第三章属于利率政策与汇率政策协调的国际经验借鉴。本章首先阐述了金融深化进程中利率、汇率体制改革的重要意义,并从正反两方面对有关国家(美国、日本、泰国)的利率、汇率自由化与外汇管理体制改革的实践进行了比较,最后得出了经验与教训。

第四章则根据前述理论根据中国实际进行分析。本章在回顾改革开放以来中国利率与汇率体制改革相关情况的基础上,运用内外均衡理论深入分析了中国九十年代以来利率政策与汇率政策的三次冲突,指出了中国利率、汇率政策协调的难点所在。通过我国利率、汇率变动对利率平价模型的契合性检验,认为中国利

率与汇率协调相关性不高，并揭示了其深层次原因。

第五章则属于解决问题部分。本章首先根据我国当前面临的内外部经济环境，利用蒙代尔—弗莱明模型分析了我国当前利率政策与汇率政策协调搭配的现状与困境，接着对2005年我国汇率制度改革后利率市场化的新选择进行了探讨，最后对我国利率市场化、资本项目开放与汇率制度改革等金融政策的搭配与改革次序问题进行了重点研究。

本文主要有如下结论：

1. 利率是内部均衡的基础，汇率是外部均衡的关键，利率政策与汇率政策的协调有助于内外均衡的实现，其重要性正是源于利率与汇率之间存在的内在的、本质的联系所表现出来的利率—汇率联动机制对经济的影响。

2. 目前我国，利率平价模型表现得不明显，利率—汇率机制受到诸多制度性因素的影响，利率政策与汇率政策之间存在较多的冲突，必须进一步改革我国的利率汇率形成机制。

3. 在利率市场化，资本项目开放与汇率制度改革方面，利率市场化应先行，同时不断推进汇率机制的弹性化与资本项目管制的逐步放松。

关键词：利率政策；汇率政策；内外均衡

Abstract

With the coordination of interest rate policy and exchange rate policy as the direct clue and the realization of internal and external equilibrium in an open economy as the hidden thread, the dissertation infers the relationship between interest rate and exchange rate from the western external and internal equilibrium theories and exchange rate determined theories so as to find the way to coordinate them. On the base of positive and negative comparison about liberalization reform of interest rate and exchange rate and capital account opening among some typical countries, the author analyzes China's macroeconomic situation and seek the perfect key about the coordination of interest rate policies and exchange rate policies.

This article contains five Chapters:

Chapter 1: The theoretical review of external and internal equilibrium theories and the definitions of some important relative conceptions.

Chapter 2: The relation between the interest rate and the exchange rate in international finance theory are discussed, which is the basis of transmission mechanism of interest rate-exchange rate.

Chapter 3: International comparison about coordination of interest rate policies and exchange rate policies.

Chapter 4: The coordination practice of China's interest rate policies and exchange rate policies is analyzed.

Chapter 5: Solving problem. To harmonize the interest rate policy and exchange rate policy, reform measures are proposed in the course of capital account liberalization.

There are some important conclusions in article:

1. Interest rate policy provides the foundation for internal equilibrium and exchange rate policy is the linchpin of external equilibrium. The coordination of interest rate policy with exchange rate policy is prerequisite and necessity for internal and external equilibrium.

2. The model of interest-rate parity between China and USA isn't distinct. There are much conflict between interest rate policies and exchange rate policies in China. It is necessary to further reform China's interest rate and exchange rate forming

mechanism.

3. The liberalization reform of interest rate should be made firstly. At the same time, China should improve the flexibility of exchange rate mechanism and gradually open its capital account.

Key words: Interest rate policy; Exchange rate policy; Internal and external equilibrium

目 录

导 论.....	1
第一章 经济内外均衡与政策协调的一般性分析	8
第一节 经济内外均衡的定义及相关关系	8
第二节 经济内外均衡的理论回顾	14
第三节 内外均衡中利率政策与汇率政策的效力分析	23
第二章 利率与汇率相互作用机制的理论分析	27
第一节 国际金融理论中的利率与汇率关系	27
第二节 利率—汇率传导机制的构成与影响因素	37
第三节 不同汇率制度下利率—汇率传导机制的比较分析	43
第三章 金融自由化进程中利率与汇率政策协调的国际比较	50
第一节 金融深化进程中利率和汇率体制改革的意义	50
第二节 利率、汇率市场化与外汇体制改革的国际比较	51
第三节 利率、汇率与外汇体制改革国际实践的启示	57
第四章 中国利率—汇率传导机制分析与政策协调实践	59
第一节 改革开放后中国利率政策与汇率政策的实施进程	59
第二节 中国利率政策与汇率政策协调的实践与困境	64
第三节 中国利率与汇率协调关系的实证分析	69
第五章 中国利率政策与汇率政策协调的现实选择	72
第一节 中国当前面临的内外部经济环境	72
第二节 人民币汇率机制改革后利率市场化的新选择	76
第三节 我国资本项目开放与利率、汇率政策协调	80
参考文献.....	86
后 记.....	89

Contents

Introduction	1
Chapter One: General Analysis on Internal and External Equilibrium of Economy and Policies Coordination. .	8
Section 1 The Conception and The Relation of Internal and External Equilibrium of Economy	8
Section 2 A Theory Review about Internal and External Equilibrium of Economy	14
Section 3 Efficiency Analysis on Interest Rate Policy and Exchange Rate Policy in Internal and External Equilibrium	23
Chapter Two: Theory Analysis on Transmission Mechanism of Interest Rate-exchange Rate	27
Section 1 The Relation of Interest Rate and Exchange Rate in International Finance Theory	27
Section 2 The Frame and Influence Factors Analysis on Transmission Mechanism of Interest Rate-Exchange Rate	37
Section 3 Comparative Analysis on Transmission mechanism of Interest Rate-Exchange Rate in Different Exchange Rate Regime	43
Chapter Three: International Comparison about Coordination of Interest Rate Policies with Exchange Rate Policies in the Course of Finance Liberalization.....	50
Section 1 The Significance about Interest Rate and Exchange Rate Regime Reform in the Course of Finance Liberalization.....	50
Section 2 International Experience about Liberalization of Interest Rate Exchange rate and Foreign Exchange Regime Reform	51
Section 3 Illumination about Interest Rate、Exchange rate and Foreign Exchange Regime Reform Practice	57
Chapter Four: An Analysis on China's Transmission Mechanism of Interest Rate-Exchange Rate and the Coordination Practice of Policies	59

Section 1	The China's Practice about Interest Rate Policies and Exchange Rate Policies in the Course of Finance Opening.....	59
Section 2	The Coordination and Conflict about China's Interest Rate Policies and Exchange Rate Policies.....	64
Section 3	One Empirical Analysis on Harmonious Relation Between Interest Rate and Exchange Rate in China.....	69
Chapter Five: Practical Choice about the Coordination of China's Interest Rate Policy with Exchange Rate Policy.....		72
Section 1	China's Present Economy Environment	72
Section 2	New Choice of Liberalization of Interest Rate After Reformation of RMB Exchange Rate Regime	76
Section 3	The Coordination about China's Interest Rate、Exchange Rate Policies and Capital Account Opening	80
References		86
Postscript		89

图表目录

图 1-1	政策指派理论图示	17
图 1-2	斯旺理论图示	17
图 1-3	基本的 IS—LM—BP 模型	19
图 1-4	资本完全流动下的蒙代尔—弗莱明模型	20
图 1-5	资本完全不流动下的蒙代尔—弗莱明模型	21
图 1-6	固定汇率制下资金不完全流动时的内外均衡	21
图 1-7	浮动汇率制下资金不完全流动时的内外均衡	23
图 2-1	货币市场与外汇市场的均衡	34
图 2-1	蒙代尔-弗莱明模型下的角点解选择示意图	45
图 2-3	不可能三角示意图	45
图 4-1	中国的货币替代程度随时间的变化(1990-2004)	66
图 4-2	中美两国利率比较(1980-2005)	70
图 4-3	1980-2005 年人民币汇率走势(人民币/美元)	70
图 5-1	1978-2004 年中国进出口总额及其增长率变化图	72
图 5-2	1978-2004 年中国 GDP 增长率、净出口对 GDP 增长拉动率变动曲线 ..	73
图 5-3	1978--2005 年中国外贸依存度变动曲线	73
图 5-4	对我国当前金融政策的 IS-LM-BP 模型分析	75
图 5-5	1980—2005 年中国外汇储备额变化图	78
图 5-6	1980—2005 年中国外汇占款占货币供应量 (M_2) 比重 (%) 变化图 ...	79
表 1-1	支出调整政策的作用与局限	13
表 1-2	支出转换政策的作用与局限	14
表 1-3	支出调整政策与支出变更政策的搭配	18
表 4-1	80 年代至今人民币汇率形成机制的特点	63

厦门大学博硕士论文摘要库

导 论

一. 选题的动因与意义

“20世纪80年代拉美国家债务危机、货币危机，90年代肇始于泰国的亚洲金融风暴，均揭示了不合适的汇率制度是引发危机，尤其是引发新兴市场化国家货币危机的一个重要因素（冯用富，2001）”^①。国内外的经济学家就是这样更多的将目光投向汇率制度的重新安排与选择上，似乎就是汇率制度本身就足以给人们以一种诱发危机的预期。但事实上，不合适的汇率制度在某种程度上是由于它使利率—汇率之间的联动机制（实质就是利率、汇率与国际资本流动三者之间的自平衡机制）失去了存在的基础，因而不可避免的会使内外均衡这种最适宜的经济发展状态难于达到，而经济失衡达到一定程度，势必会引发危机的预期，导致金融、经济的安全受到威胁。

由于经济发展是一个不断运行、动态调整的过程，内外均衡这种开放经济下宏观经济的最优发展状态只是偶然的静态形式，不均衡（内部失衡或外部失衡）却是必然的经济常态，经济将沿着失衡→均衡→新的失衡→新的均衡……这种运行轨迹运转。要在动态的经济发展过程中实现内外均衡这一各国经济发展孜孜以求的终极目标，必然要求宏观经济政策的合理搭配，而利率与汇率的变动在实现这一目标的过程中起着至关重要的作用，利率政策和汇率政策的协调配合是内外经济均衡的必要前提和重要条件。

利率政策和汇率政策要进行协调，一方面意味着利率与汇率之间存在着内在的本质的联系，利率与汇率之间的这种联动机制可以促进经济内外均衡目标的实现；另一方面则意味着利率与汇率存在着失调的可能性，如果违背利率与汇率之间的这种客观规律可能会影响一国的金融稳定，甚至会导致金融危机。目前学术界在经济内外均衡的框架下研究利率政策与汇率政策协调问题的论文还比较少。因此，在我国经济日益开放的大背景下，遵循并能动的运用利率与汇率之间的这种客观的本质的联系，寻求利率政策与汇率政策协调配合的最佳策略，以实现我国经济的内外均衡与金融稳定，便具有重要的理论意义和现实意义。

^① 参见冯用富.《汇率制度：理论架构与中国金融进一步开放中的选择》[M]. 成都:西南财经大学出版社,2001.

二. 研究思路与方法

本文认为,开放经济下内外均衡是各国宏观经济追求的最适宜状态,实现内外均衡这一目标要求宏观经济政策的搭配,利率政策和汇率政策的协调配合是内外均衡的必要条件与重要保证,其重要性源于利率—汇率传导机制对经济运行的重要影响。换言之利率政策是内部均衡的基础,汇率政策是外部均衡的关键,利率、汇率政策的协调有助于内外均衡目标的实现。

本文以利率政策与汇率政策的协调配合为明线,以开放经济条件下的内外均衡的实现为暗线,从西方主要汇率理论的分析中探寻利率与汇率的关系以便求得二者协调,在从正反两方面对有关国家利率、汇率市场化改革与资本项目开放的关系进行比较借鉴的基础上,针对我国宏观经济的实际情况,探寻我国利率政策与汇率政策协调配合的最佳答案。

本文在分析利率与汇率之间的协调关系时,综合运用国际经济学、制度经济学以及统计学、金融时间序列等相关经济学理论知识进行研究,并对利率政策与汇率政策的协调配合从纵向和横向等方面进行了全方位、多角度的探讨。在分析有关国家利率、汇率市场化与外汇体制改革实践问题时,本文运用归纳与演绎方法,总结出新兴市场经济国家利率、汇率与外汇体制改革的经验教训,在此基础上,提出了我国利率政策与汇率政策协调的基本思路。

本文采用规范研究与实证研究相结合的方法,先用规范研究的方法分析内外均衡的定义与关系,内外均衡冲突的原因,利率—汇率传导机制的构成与影响因素等问题,全面论证了利率政策与汇率政策协调的必要性。在实证研究方面,利用我国25年来的利率、汇率数据,对利率平价模型进行了契合性检验,说明利率与汇率之间的联动性不强,并利用大量的数据和图表对我国的利率、汇率政策实践进行了分析与总结,在此基础上进一步阐述了中国实现经济的内外均衡目标要求利率市场化、汇率弹性化与资本项目开放的有序搭配。当然,本文也采用了实证证据的方法,在研究的过程中引用了一些学者的实证研究结果来支持本文的结论。

三. 研究框架

本文第一章是关于经济内外均衡的概念界定和理论综述。首先对有关经济内外均衡关系的国内外研究进行了简要回顾,指出开放经济下内外均衡是各国宏观

经济运行的最佳状态，并借鉴米德的政策搭配理论论证了内外均衡的实现要求汇率政策与支出政策的配合，进而运用蒙代尔—弗莱明模型说明利率政策与汇率政策的协调是内外均衡的必要条件，同时阐明利率是内部均衡的基础，汇率是外部均衡的关键，利率政策和汇率政策的协调有助于内外均衡的实现。

利率政策与汇率政策协调配合要求了解利率与汇率之间究竟存在何种作用或机制，第二章研究了这一问题。本章从西方主要汇率决定理论入手，通过对利率平价说、购买力平价说、资产市场模型、货币主义的汇率理论等模型中利率与汇率关系的研究，从中抽象引出利率与汇率相互作用机制的一般分析，并总结了影响利率—汇率传导机制的主要影响因素，分析了不同汇率制度下利率—汇率传导机制的作用原理。

第三章属于利率政策与汇率政策协调的国际经验借鉴。本章首先阐述了金融深化进程中利率、汇率体制改革的重要意义，并从正反两方面对有关国家（美国、日本、泰国）的利率、汇率自由化与外汇管理体制改革实践进行了比较，最后得出了经验与教训。

第四章则根据前述理论根据中国实际进行分析。本章在回顾改革开放以来中国利率与汇率体制改革相关情况的基础上，运用内外均衡理论深入分析了中国九十年代以来利率政策与汇率政策的三次冲突，指出了中国利率、汇率政策协调的难点所在。通过我国利率、汇率变动对利率平价模型的契合性检验，认为中国利率与汇率协调相关性不高，并揭示了其深层次原因。

第五章则属于解决问题部分。本章首先根据我国当前面临的内外部经济环境，利用蒙代尔—弗莱明模型分析了我国当前利率政策与汇率政策协调搭配的现状与困境，接着对2005年我国汇率制度改革后利率市场化的新选择进行了探讨，最后对我国利率市场化、资本项目开放与汇率制度改革等金融政策的搭配与改革次序问题进行了重点研究。

四. 当前国内外研究现状

（一）国外研究情况

在经济内外均衡方面，最早研究内外均衡关系的是英国经济学家J. 米德（James. Meade）。米德在其名著《国际收支》中分析了造成内外均衡相互冲突的原因，这种冲突可能起因于本国或外国经济的自发波动，如价格水平变化、经济

增长,也可能来自于本国或外国实行某种经济政策。要协调二者之间的冲突,该国可以利用国内价格控制或主动的经济政策,但更为重要的是要靠国家之间经济政策的协调^[2]。在米德之后,计量经济学家丁伯根(Jan. Tinbergen)指出:要实现多个宏观经济目标,政府必须拥有等于或多于目标数的政策工具,这一关系被称之为“丁伯根法则”^[3]。根据这一法则,澳大利亚经济学家斯旺(T. Swan)提出了斯旺图,并用该图说明要解决内外均衡的矛盾,同时实现内外均衡只能同时搭配使用支出增减型政策和支出转换型政策^[4]。蒙代尔(Robert Mundell)进一步分析了政策目标和政策工具之间的对应关系,指出了政策搭配的具体方法。这一关系被称之为“蒙代尔政策指派法则”(Mundell Assignment Rule)。法则指出:当局应按照比较优势原理指派各种政策工具,每种政策工具都应运用于它有着最大效能的政策目标。进而蒙代尔提出财政政策应用于实现内部均衡目标,而货币政策应用于实现外部均衡目标,建立了以财政政策和货币政策的搭配使用来实现内外部均衡的模型^[5]。

1968年,奥特兄弟(David J. Ott and Attiat F. Ott)的研究证明财政政策、货币政策分别用于调节内部均衡和外部均衡的区分并不是绝对不能改变的,而1970年怀特曼(Whiteman)则强调了政策搭配的复杂性^[6]。60年代对开放经济下宏观经济学理论最突出的贡献是形成了开放经济下宏观经济学的理论框架—蒙代尔—弗莱明模型(Mundell-Fleming Model)。这一模型将制度(汇率制度)、商品流动、资本流动等因素的影响纳入了宏观经济总供求的分析框架之中(IS-LM模型),形成了开放经济下宏观经济学分析的理论框架^[7]。费尔(R. C. Fair, 2003)指出,由于各国经济发展不同导致外部均衡被破坏的局面往往会由于成熟市场下利率、汇率的自发调整而得到改变,但国内经济状态却由于这种改变而受到一定的冲击。各国利率、汇率与产出紧密的联系在一起,要解决内外均衡问题,国与国之间必须进行经济政策的密切协调。^{[8][9]}

(二) 国内研究情况

国内学者对内外均衡问题的研究集中于如何运用西方经典理论达到我国内外均衡,姜波克(1999)提出我国内外均衡目标可以细分为若干子目标,并就如何在三维、四维目标体系中进行政策搭配进行了研究^[10]。周申(2001)认为以国内支出政策和汇率政策搭配可以解决我国目前的内外均衡问题。章和杰(2002)提出,

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库